



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO

CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A DIVERSIDADE DE GÉNERO NOS CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO E A SUA RELAÇÃO COM OS
RESULTADOS DAS EMPRESAS COTADAS NA
*EURONEXT LISBON***

MARIA AMÁLIA LOPES DOS SANTOS PARENTE

JUNHO - 2013



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO EM CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

A DIVERSIDADE DE GÉNERO NOS CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO E A SUA RELAÇÃO COM OS
RESULTADOS DAS EMPRESAS COTADAS NA
EURONEXT LISBON

MARIA AMÁLIA LOPES DOS SANTOS PARENTE

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR PEDRO LUÍS PEREIRA VERGA MATOS
PROFESSOR DOUTOR PAULO ALEXANDRE GUEDES LOPES
HENRIQUES

JUNHO – 2013

RESUMO

A diversidade de género é um tema que tem vindo a ganhar destaque, não só a nível social e jornalístico, mas também a nível académico. Inúmeros estudos têm vindo a ser publicados nos últimos anos tendo como pano de fundo a diversidade de género e, mais concretamente, o impacto que esta tem nas organizações, tanto a nível financeiro como a nível social.

Um pouco por todo o mundo, políticas de quotas têm vindo a ser introduzidas, nalguns casos com sanções face ao seu incumprimento, havendo uma grande diversidade de resultados.

Este trabalho foca-se no impacto que a diversidade de género nos conselhos de administração tem no desempenho financeiro das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, para o período 2007-2011. De notar, no entanto, que a maioria das empresas não tem nenhuma mulher nos seus conselhos de administração e as que têm, têm-no em número francamente minoritário.

No período estudado, conclui-se que a diversidade de género (medido pelo nº de mulheres e/ou a sua percentagem) não tem impacto no desempenho financeiro da empresa (medido pelo ROA, ROE ou Q de Tobin).

Palavras-chave: Diversidade de género, Conselho de Administração, Desempenho, Mulher.

ABSTRACT

Gender diversity is a topic that has been growing in prominence, not only at a social level and in the media, but also in academia. Numerous studies have been published in recent years having as backdrop the subject of gender diversity and, more specifically, the impact it has on organizations, from both a financial and social point of view.

Political quotas have been introduced throughout the world, in some cases with sanctions for non-compliance. A considerable variety of results have been reported from the application of these policies.

This work focuses on the impact of gender diversity within the boards of directors of companies listed on the *Euronext Lisbon*, with respect to the financial performance of those companies during the period 2007-2011. A noteworthy fact is that a majority of these companies have no women serving on their boards of directors. Furthermore, those companies that do include women board members do so in very low numbers.

In the studied period, it is concluded that gender diversity (measured by the number of women and / or their proportion) has no impact on the company's financial performance (measured by ROA, ROE and Tobin's Q).

Keywords: Gender Diversity, Board of Directors, Performance, Woman.

ÍNDICE GERAL

RESUMO	3
ABSTRACT	4
ÍNDICE GERAL	5
ÍNDICE DE GRÁFICOS	6
ÍNDICE DE TABELAS	6
AGRADECIMENTOS	7
INTRODUÇÃO.....	8
I. REVISÃO DE LITERATURA	11
I.1 O Conselho de Administração.....	11
I.2 A Diversidade de Género no Conselho de Administração.....	17
II. METODOLOGIA	29
II.1 Objectivos do Estudo	29
II.2 Hipóteses.....	29
II.3 Estudo Empírico.....	30
II.3.1. Definição da Amostra	30
III. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA	35
III.1 Conclusões.....	35
III.2 Limitações do trabalho	37
VI.2 Proposta para trabalhos futuros	38
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	40
ANEXOS.....	47
ANEXO I - Lista das 45 Empresas Analisadas	48
ANEXO II - Resultados da estimação do modelo (v. explicada: Q de Tobin).....	49

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - % da população residente com o ensino superior completo	18
Gráfico 2 – Ganho médio mensal dos trabalhadores por conta de outrem: quadros superiores.....	19
Gráfico 3 – Total de membros dos Conselhos de Administração nas empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	31

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – População activa vs população empregada p/ sexo em alguns países da Europa.....	18
Tabela 2 – Motivos que as mulheres canadianas apontam para existência de poucas mulheres nos Conselhos de Administração	21

AGRADECIMENTOS

Este trabalho final de mestrado só foi possível graças ao apoio de várias pessoas, às quais não posso deixar de agradecer

Em primeiro lugar, aos Professores Doutores Pedro Verga Matos e Paulo Lopes Henriques pela sua inestimável ajuda, compreensão e disponibilidade neste processo.

A todos os colegas de mestrado que sempre me apoiarem e com quem sempre pude contar.

Não posso deixar de mencionar aqui a María Gil, minha chefia directa, pela compreensão e apoio dados ao longo destes dois anos de mestrado e o meu colega Pedro Falcão pela ajuda prestada.

Um profundo agradecimento aos meus pais por tudo o que me proporcionaram, tantas vezes com dificuldades. Aquilo que sou devo-o fundamentalmente a eles.

Finalmente, mas, definitivamente, não em último lugar, ao Henrique, à Catarina e à Madalena por terem estado sempre lá, para me levantarem do chão e empurrarem para a frente sempre que foi preciso. Sem vocês não teria conseguido!

INTRODUÇÃO

Na sequência da falência de grandes empresas como a Enron, a WorldCom ou o Lehman Brothers, a eficácia dos conselhos de administração e o seu papel de monitorização começou a ser posto em causa. Consequentemente, também o interesse relativamente à diversidade de género cresceu bastante no contexto empresarial, tendo surgido um número relevante de estudos que analisam o seu impacto no desempenho das empresas.

Os censos Catalyst¹ 2012 referem que apenas 16,6% dos lugares de administração das empresas do *Fortune* 500 eram ocupados por mulheres. Por seu lado, o The Global Gender Gap Report², editado desde 2006, criado para analisar em cada ano a magnitude e o alcance das disparidades baseadas no género e acompanhar o seu progresso, apresenta no relatório de 2012, Portugal³ classificado na 47ª posição, entre 135 países, no *Global Gender Gap Index*. Este relatório refere que, se o futuro de qualquer país e instituição depende da sua capacidade de atrair, desenvolver e reter os melhores talentos, então maximizar o acesso aos talentos no feminino é um imperativo estratégico para os negócios e para os países. Assim sendo, pareceria mais ou menos óbvio que os Conselhos de Administração das empresas tivessem como membros os melhores elementos, o que se traduziria num equilíbrio entre homens e mulheres. Ora, é evidente, pelo que mais à frente será mostrado, que tal não acontece. E porque razão tal não acontecerá? Serão os homens efectivamente os melhores elementos para os Conselhos de Administração, conseguindo trazer mais valor para as empresas?

¹ Organização sem fins lucrativos que procura expandir as oportunidades para mulheres. Dedicam-se a criar locais de trabalho mais inclusivos onde os colaboradores representem todas as dimensões da diversidade (www.catalyst.org)

² Publicação do *World Economic Forum*

³ A nível da Europa e Ásia Central, e ainda segundo o mesmo índice, Portugal encontra-se no 19º lugar entre 43 países estudados.

Em Portugal, efectivamente, parece haver um sentimento de que a resposta a esta pergunta é “sim”. Com efeito,

Apenas 7,2% dos cargos de administração das sociedades cotadas eram exercidos por mulheres, (...). Tal como em anos anteriores, em nenhuma das empresas o cargo de presidente do órgão de administração era ocupado, de facto, por uma mulher. (...). Doze empresas não apresentavam mulheres no órgão de administração e somente quatro (em 32) integravam mulheres na comissão executiva.

In Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal CMVM⁴
(2011), p. 23.

Mas, como referido anteriormente, este fenómeno não ocorre somente em Portugal, mas um pouco por todo o mundo. Alguns países, como a França, Noruega, Bélgica, entre outros, impuseram mesmo quotas como forma de equilibrar a diversidade de género nos conselhos de administração das suas empresas. Na União Europeia, a 14 de Novembro de 2012, a Comissão Europeia propôs uma nova directiva para “ (...) acelerar os progressos no sentido de um melhor equilíbrio de géneros nos conselhos de administração das empresas europeias.” A proposta visa atingir os 40% de presença, do sexo menos representado, entre os administradores não-executivos das empresas cotadas em bolsa. Este objectivo deverá ser atingido até 2018 para as empresas públicas e até 2020 para as restantes empresas. Ficam excluídas desta medida as pequenas e médias empresas (com menos de 250 colaboradores e um volume de negócios anual não superior a 50M€). Alguns países como a França, Espanha, Holanda, Itália, Bélgica e Noruega adoptaram já algumas medidas legais, como coimas, suspensão da nomeação dos membros da administração ou privilégios no acesso a concursos públicos, de forma

⁴ Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

a garantir uma representação mais equilibrada de homens e mulheres nos conselhos de administração. A Noruega, por exemplo, aplica multas ou encerra mesmo as empresas caso estas não atinjam os 40% de mulheres nos seus Conselhos de Administração. Já em Espanha, não há sanções formais, mas é dada prioridade às empresas que cumpram as quotas nos concursos públicos. (Catalyst 2012)

O âmbito deste trabalho é procurar perceber se as empresas que apresentam maior diversidade de género nos seus conselhos de administração têm, ou não, um melhor desempenho financeiro. Trata-se de um trabalho inovador, ao estudar a situação em Portugal, uma vez que a maioria dos trabalhos que estudam o efeito da diversidade de género no desempenho financeiro das empresas, usam dados de países anglo-saxónicos. A amostra que serviu de base à elaboração desta dissertação é constituída por 45 empresas do PSI⁵ Geral da *Euronext Lisbon*, e os dados analisados abrangem os anos de 2007 a 2011. Os dados foram recolhidos através dos Relatórios e Contas das empresas disponibilizados nos respectivos sítios da internet, e também do sítio da internet da CMVM.

Este trabalho encontra-se dividido em quatro partes: Introdução, onde é feita uma abordagem rápida e sucinta ao tema que vai ser apresentado; Revisão de Literatura, onde é feito o enquadramento teórico do tema; Metodologia, onde se explica qual o método usado para tentar responder às questões inicialmente colocadas; Conclusão e Investigação Futura, onde se apresentam as conclusões e limitações deste trabalho e se deixam algumas sugestões para trabalhos futuros.

⁵ *Portuguese Stock Index*

I. REVISÃO DE LITERATURA

I.1 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O governo das sociedades e o papel do conselho de administração é uma questão de fundamental importância na análise da actividade económica. Perceber o papel dos administradores é vital tanto para perceber o comportamento empresarial, como para estabelecer políticas para as actividades empresariais (Adams, Hemalin e Weisbach, 2008).

O Governo das Sociedades é:

(...) uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos.

In OCDE (2004), p. 11.

Os Conselhos de Administração são órgãos de gestão das sociedades anónimas, e surgiram a partir da separação entre a propriedade e a gestão das empresas, juntamente com um conjunto de regras e mecanismos que permitem aos proprietários (accionistas) regular e fiscalizar a gestão das suas empresas, tentando assim minimizar os eventuais conflitos, como por exemplo o comportamento oportunista dos gestores, que possam surgir. Esta situação deu origem ao chamado problema da agência, que foi reconhecido pela primeira vez por Jensen e Meckling (1976). Para regular esta relação entre proprietários e gestores, a Teoria da Agência identificou alguns mecanismos de monitorização e incentivos como forma de assegurar o alinhamento entre os interesses

de ambos. (Eisenhardt, 1988). Esta teoria tem, no entanto, sido controversa desde o início (Eisenhardt, 1989). Estudos recentes mantêm a controvérsia.

“(…) os nossos resultados contradizem a perspectiva muitas vezes presente na literatura sobre gestão, de que a teoria da agência, por causa da sua suposta falta de suporte empírico, não é útil na remuneração dos executivos. Em vez disso, os nossos resultados fornecem evidências de que o foco da teoria da agência no alinhamento financeiro continua a ser relevante.”

In Nyberg *et al* (2010), p. 1046

Já Lan e Heracleous (2010) propõem que se faça um exame crítico e construtivo da teoria da agência como forma de repensar as dimensões fundamentais que esta apresenta, nomeadamente o papel do Conselho de Administração na empresa e a posição que este ocupa.

Os Conselhos de Administração são identificados por diversos autores (Bathala e Rao, 1995; Canyon e Peck, 1998; Rhoades *et al.*, 2001) como sendo dos mecanismos de controlo interno mais importantes, dando particular ênfase à sua composição. Estes, são responsáveis por diversas e importantes políticas de gestão como a fixação da remuneração dos administradores executivos ou a contratação ou demissão de colaboradores e devem assegurar que os gestores trabalham em prole dos melhores interesses dos accionistas (Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983). O seu principal papel no planeamento organizacional consiste nas seguintes etapas: definição dos objectivos e da estratégia empresarial; estabelecer qual a abordagem ao planeamento; analisar e questionar os planos; delinear um plano global para a empresa, comunicar as decisões e motivar para a sua execução (Pinnell, 1986). Os Conselhos de Administração deverão estar atentos de forma a entenderem qual a proposta de valor da empresa, perceber os principais perigos que por vezes os gestores tendem a ignorar e estarem envolvidos no

processo de definição da estratégia. Embora uma das suas principais funções seja monitorar a gestão executiva é igualmente importante o seu aconselhamento na formulação da estratégia e na tomada de decisão (Holmstrom, 2005; Adams e Ferreira, 2007).

De acordo com a literatura (Vafeas, 1999; Finegold, 2007; Mahadeo *et al.*, 2012;), várias são as características dos Conselhos de Administração que influenciam o desempenho das sociedades. Desde a idade média dos seus membros, a sua formação e experiência profissional, a frequência das reuniões do conselho, entre outras. Entre as características mais analisadas e consideradas como mais determinantes para o desempenho das organizações estão a independência dos membros e a dimensão dos conselhos, sendo estudadas por diversos autores (Coles e Hesterley, 2000; Bhagat, e Black, 2002; Cheng, 2008; Guest, 2009; Wagner, 2010; Johnson, *et al.*, 2012). Segundo Finegold *et al.* (2007:866) “ (...) a independência exige que os indivíduos não tenham qualquer relação material com a empresa, ou seja, que não sejam funcionários recentes, familiares dos membros do Conselho de Administração, nem façam parte de cargos de chefia interligados”. Mas a influência dos administradores independentes no desempenho financeiro das empresas, não é consensual. Alguns autores (Luan e Tang, 2007; Florackis e Ozkan, 2009; Nguyen e Nielsen, 2010), encontram uma relação positiva entre a presença de independentes no Conselho de Administração e o desempenho da empresa. Já outros (Hermalin e Weisbach, 1991; Klein, 1998; Arosa *et al.*, 2010) mostram que os administradores independentes não trazem valor acrescentado para a organização. Outros ainda (Agrawal e Knoeber, 1996; Bebchuck e Cohen, 2005; Shan e McIver, 2011) afirmam mesmo que os administradores independentes são menos-valias para as firmas. O tema da dimensão dos conselhos de administração é

também amplamente abordado na literatura (Bennedsen *et al.*, 2008; Cheng, 2008; Elsayed, 2011; Nnadi *et al.* 2011; Upadhyay, 2011; Al-Najjar, 2012). Também neste caso, não existe um maior consenso entre os autores, apontando no entanto a maioria deles para a constatação de que quanto maior a dimensão do Conselho de Administração menor o seu desempenho, uma vez que a coordenação e fluxo de informação se tornam mais difíceis e o processo de monitorização menos eficiente. No entanto, Topak, (2011) mostra que a relação entre o desempenho e a dimensão dos conselhos de administração é insignificante no caso das empresas cotadas na ISE (Istanbul Stock Exchange).

Havendo esta diversidade de resultados, é importante garantir que os conselhos de administração estão adaptados às particularidades das empresas que gerem. O tamanho e a independência do Conselho de Administração devem ser organizados a partir de uma combinação entre as características específicas das empresas e da sua gestão (Boone *et al.*, 2004). Daí o papel fulcral dos accionistas na composição dos conselhos, uma vez que, do ponto de vista jurídico e em Portugal, os conselhos de administração são eleitos pelos accionistas nas Assembleias Gerais Anuais e de acordo com o estipulado nos estatutos das respectivas sociedades.

O n.º 1 do art. 64.º Capítulo V do CSC⁶ estabelece que o conselho de administração tem como deveres:

- a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado;

⁶ Código das Sociedades Comerciais

b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.

In CSC (<http://www.irn.mj.pt/sections/irn/legislacao/docs-legislacao/codigo-das-sociedades/downloadFile/file/soc.pdf>)

Numa perspectiva jurídica, em Portugal, existem três tipos de modelos de organização interna das sociedades anónimas, a definir de acordo com os interesses e a dimensão das sociedades a constituir, devendo as empresas escolher aquele que melhor se adapta às suas características específicas, ambiente e mecanismos de gestão. O Código das Sociedades Comerciais aponta os três modelos possíveis:

Modelo latino (alínea a) do nº 1 do artigo 278º do CSC), cujos órgãos são:

- Conselho de administração;
- Conselho fiscal.

Modelo anglo-saxónico (alínea b) do nº 1 do artigo 278º do CSC), cujos órgãos são:

- Conselho de administração
- Comissão de auditoria
- Revisor oficial de contas

Modelo dualista (alínea c) do nº 1 do artigo 278º do CSC), cujos órgãos são:

- Conselho de administração executivo;
- Conselho geral e de supervisão;
- Revisor oficial de contas.

As empresas portuguesas, cotadas, preferem o modelo de governo latino (32 empresas), seguindo-se-lhe o modelo anglo-saxónico (10 empresas) e por último o modelo dualista (2 empresas), conforme Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas-2011 da CMVM.

Outro dos temas muito focados pela literatura é a questão da diversidade e o seu impacto nas empresas (Siciliano, 1996; Miller, 2009; Mahadeo *et al.*, 2012). Acredita-se que a diversidade nos conselhos de administração influencia o valor financeiro das empresas tanto a curto como a longo prazo. Robinson, G. e Dechant, K. (1997) referem cinco preposições que comprovam esta crença: em primeiro lugar, a diversidade promove um melhor entendimento do mercado uma vez que existe uma maior proximidade entre a diversidade do Conselho de Administração e a diversidade do mercado. Em segundo lugar, a diversidade aumenta a criatividade e a inovação, uma vez que “atitudes, conhecimentos, e crenças não estão aleatoriamente distribuídas na população, mas variam sistematicamente com variáveis como a idade, o género e a raça” (Robinson, e Dechant, 1997:27). Em terceiro lugar, a diversidade produz soluções mais eficazes para os problemas devido ao facto de surgir uma maior variedade de alternativas e existir um maior cuidado na exploração dos efeitos de cada uma delas. Quarto, a diversidade aumenta a eficácia da liderança organizacional. A homogeneidade conduz a uma visão estreita, enquanto a diversidade conduz a uma visão mais ampla. Por último, a diversidade promove relações globais mais eficazes. A sensibilidade cultural é extremamente importante no ambiente internacional e a diversidade na gestão de topo produz líderes mais sensíveis a determinadas culturas.

Carter *et al.* (2003) realizaram um estudo com 638 empresas pertencentes ao Fortune 1000 e encontraram uma relação positiva entre a diversidade do Conselho de

Administração e o valor da empresa. A diversidade foi medida através da presença de mulheres e outras minorias.

Como referido, a diversidade é algo de muito importante para a valorização das empresas. Existem vários tipos de diversidade: racial, étnica, cultural, de género, entre outras. Será sobre a diversidade de género que o ponto a seguir se focará.

1.2 A DIVERSIDADE DE GÉNERO NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Até meados do séc. XX as mulheres, em Portugal, não eram reconhecidas como “ (...) seres juridicamente autónomos, só existindo enquanto elementos de um agregado familiar, ou seja, como esposa, mãe ou filha, sem direitos políticos e estatuto económico próprio (...). Para as instituições oficiais as mulheres praticamente não existiam (...).” (Vaquinhas, 2002:209). Só em 1976 a Constituição Portuguesa estabelece igualdade entre homens e mulheres em todos os domínios (alínea h) do artigo 9º; nº 2 do artigo 13º; alínea b) do nº 2 do artigo 58º). Embora contrariando a Constituição Portuguesa, verifica-se que ainda hoje em dia a mulher sofre discriminação, tanto no acesso ao mercado de trabalho, como no aspecto salarial, como se poderá observar mais à frente através de dados do INE e do PORDATA. A Tabela 1 mostra a diferença, em alguns países europeus, segundo os últimos dados disponíveis (2012), entre a população activa⁷ e empregada. Como é facilmente observável, com excepção da Grécia, a diferença entre os sexos (população activa vs empregada) não é significativa. Seria assim de pensar, que

⁷ A população activa inclui todas as pessoas que se encontram na situação de empregadas ou não situação de desempregadas. São consideradas empregadas todas as pessoas que desempenham qualquer função remunerada ou que apesar de terem emprego estão ausentes por motivos de doença, greve ou férias; são considerados desempregados as pessoas que não estão empregadas mas que estão activamente à procura de emprego ou à espera de regressar ao trabalho. Desta forma, apenas as crianças, os estudantes, os reformados, os domésticos, os incapacitados e todos aqueles que simplesmente não querem trabalhar, são considerados como não integrantes da população activa. (www.notapositiva.com)

este equilíbrio seria equivalente a todos os níveis hierárquicos dentro das organizações, o que não acontece.

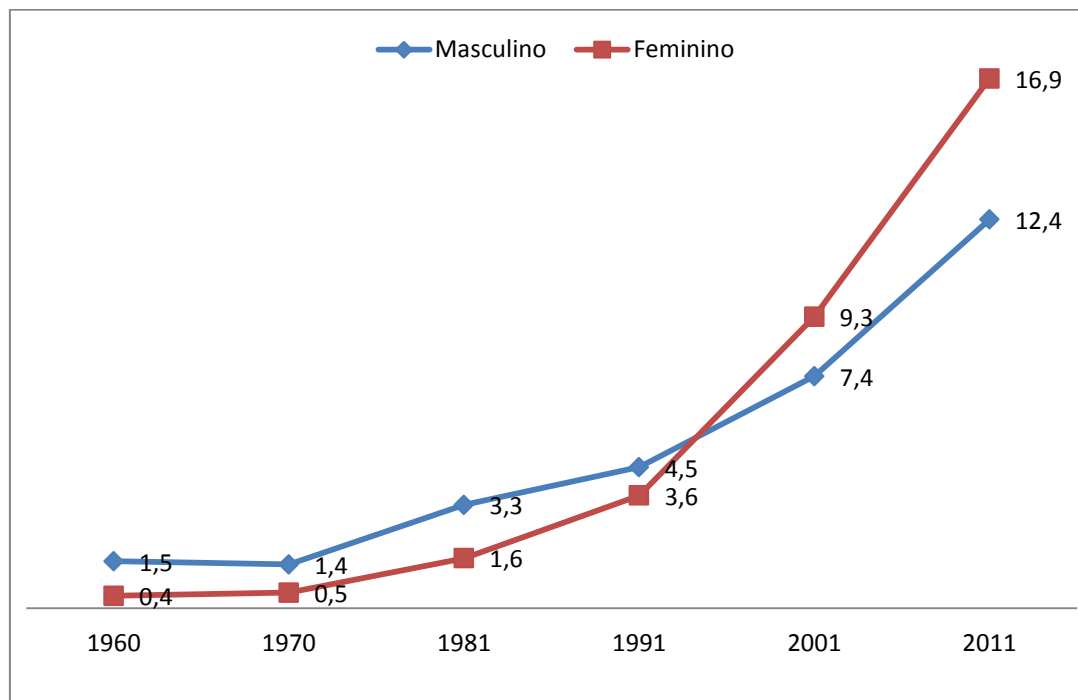
Tabela 1 – População activa vs população empregada p/ sexo em alguns países da Europa

	PORTUGAL		ESPANHA		FRANÇA		DINAMARCA		GRÉCIA	
	Homens	Mulheres	Homens	Mulheres	Homens	Mulheres	Homens	Mulheres	Homens	Mulheres
População Activa	2.897,6	2.597,2	12.531,1	10.519,9	14.965,1	13.657,6	1.527,4	1.380,0	2.848,0	2.118,8
População Empregada	2.443,6	2.191,1	9.432,3	7.849,7	13.506,0	12.292,4	1.412,7	1.275,9	2.239,5	1.523,5
%	84,33%	84,36%	75,27%	74,62%	90,25%	90,00%	92,49%	92,46%	78,63%	71,90%

Fonte: PORDATA Elaboração Própria

A nível educacional há já quase duas décadas que as mulheres apresentam, em Portugal, uma maior percentagem de conclusão de ensino superior à dos homens, como é mostrado no Gráfico 1. No entanto, esta maior escolaridade não tem trazido às mulheres, no seu geral, melhores condições de remuneração ou de posição nas empresas.

Gráfico 1 - % da população residente com o ensino superior completo



Fonte: Fonte de Dados: INE - X a XV Recenseamentos Gerais da População

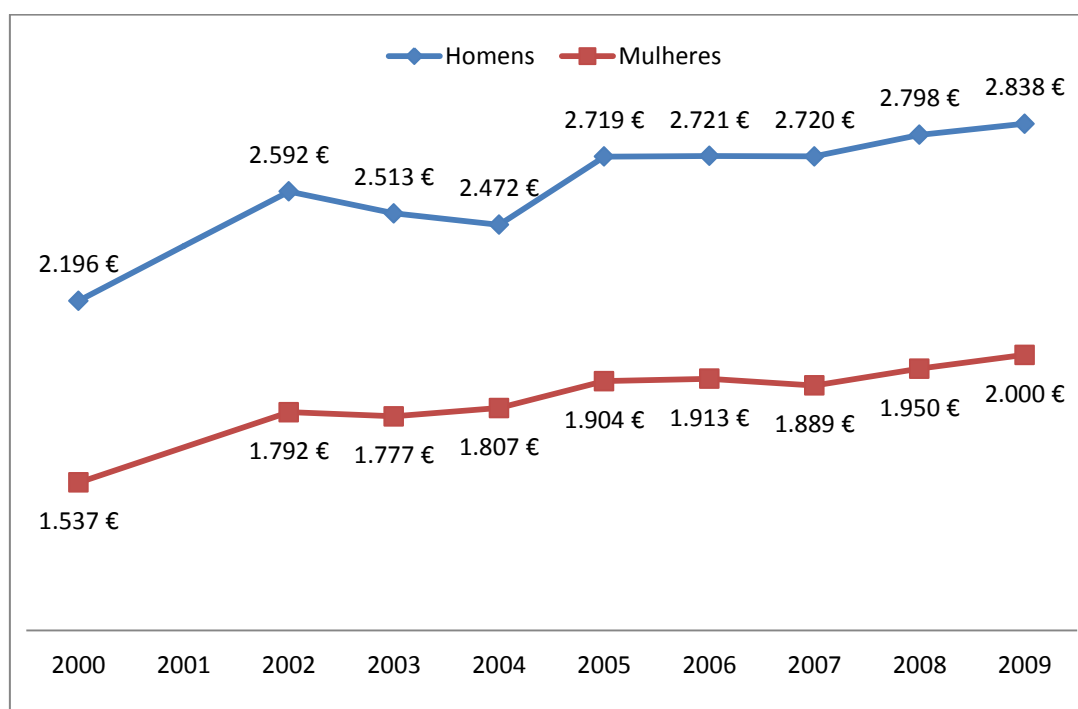
Fonte: PORDATA

Última actualização: 2012-11-22 16:27:43

Elaboração própria

Aliás, segundo dados do INE e do PORDATA, a remuneração média mensal das mulheres trabalhadoras por conta de outrem, em Portugal, em 2009 (últimos dados disponíveis), era cerca de 20%, em média, inferior à dos homens. Considerando a remuneração por qualificações, verifica-se também, que em todos os escalões⁸ existe uma disparidade salarial significativa entre homens e mulheres, sendo de realçar o caso dos Quadros Superiores, onde, curiosamente, a diferença se acentua. Este caso particular está ilustrado no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Ganho médio mensal dos trabalhadores por conta de outrem: quadros superiores



Fonte de Dados: GEP - MTSS - Quadros de Pessoal

Fonte: PORDATA. Última act. 07.01.2011

Elaboração Própria

8

Ano	Profissionais não qualificados			Profissionais altamente qualificados			Quadros médios			Quadros Superiores		
	Homens	Mulheres	%	Homens	Mulheres	%	Homens	Mulheres	%	Homens	Mulheres	%
2007	616,3	520,2	-15,6%	1.488,0	1.249,8	-16,0%	1.833,6	1.476,1	-19,5%	2.719,5	1.888,9	-30,54%
2008	638,3	540,8	-15,3%	1.509,1	1.289,9	-14,5%	1.922,5	1.535,7	-20,1%	2.797,6	1.949,5	-30,32%
2009	665,0	560,1	-15,8%	1.526,0	1.298,3	-14,9%	1.929,8	1.546,9	-19,8%	2.837,8	1.999,5	-29,54%

Fonte: PORDATA

Elaboração Própria

Como referido anteriormente a diversidade dos Conselhos de Administração é considerada pela maioria dos autores como uma mais-valia para as organizações. No entanto, estas tendem a subestimar os benefícios da diversidade de género, o que pode ser constatado pelo número de mulheres presentes nos Conselhos de Administração das empresas um pouco por todo o mundo (Census Catalyst 2012; Relatório CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2011). Talvez por este motivo, vários países europeus tenham vindo a introduzir na sua legislação a questão das quotas para mulheres nos Conselhos de Administração. De acordo com o Parecer emitido pelo Comité Económico e Social Europeu sobre a Proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à melhoria do equilíbrio entre homens e mulheres no cargo de administrador não-executivo das empresas cotadas em bolsa e a outras medidas conexas, França⁹, Itália¹⁰ e Bélgica¹¹ estabeleceram quotas com sanções por incumprimento; Espanha e os Países Baixos adoptaram leis em matéria de quotas sem sanções; a Dinamarca, Finlândia, Grécia, Áustria e Eslovénia implementaram regras aplicáveis apenas aos conselhos de administração de empresas controladas pelo Estado. Na Alemanha, a dimensão do género está coberta por disposições relativas à representação dos trabalhadores nos conselhos de administração. Ainda de acordo com este documento, os países que optaram por quotas impostas por lei registaram um aumento de 20% no número de mulheres nos Conselhos de Administração, à excepção de Itália cujo aumento foi apenas de 4%, e a França será, ainda de acordo com o mesmo documento, o único país que deverá atingir o objectivo de 40% de presença feminina nos conselhos de administração em 2020, conforme directiva europeia de 14 de

⁹ Os honorários não serão pagos aos administradores às empresas que não estejam em conformidade

¹⁰ As empresas são notificadas para cumprirem as quotas 4 meses antes de serem aplicadas multas

¹¹ Se o conselho for composto por menos do que o número mínimo de cada sexo, qualquer nomeação de administrador pertencente ao sexo em maioria é nula

Novembro de 2012. No seu conjunto, a União Europeia não deverá ter atingido esse objectivo em 2040. O documento refere ainda que embora incómodas as quotas são um meio eficaz para promover a presença das mulheres nos conselhos de administração, e cita Laurence Parisot, presidente do MEDEF (Mouvement des Entreprises de France): “as quotas não deveriam ser necessárias, mas são a única forma de acabar com os preconceitos dos homens em relação à incompetência das mulheres”.

Os motivos pelos quais as mulheres têm menor acesso que os homens aos Conselhos de Administração é também uma questão analisada por diversos autores. Segundo Sheridan (2002) no acesso à gestão de topo muitas mulheres consideram que é mais frequente ser importante quem se conhece do que o que se conhece. Já Burk (1997) num estudo feito com 278 mulheres canadianas pertencentes a Conselhos de Administração de empresas canadianas públicas e privadas elabora uma lista com os motivos pelos quais estas mulheres acham que existe uma tão pequena representação feminina na gestão de topo das empresas privadas canadianas. A tabela abaixo mostra esses motivos, ordenados por ordem de relevância.

Tabela 2 – Motivos que as mulheres canadianas apontam para existência de poucas mulheres nos Conselhos de Administração

MOTIVOS	%
As empresas não sabem onde procurar mulheres qualificadas	51,4
As empresas procuram não colocar mulheres nos CAs	48,2
As empresas pensam que as mulheres não têm qualificações para o cargo	45,3
As empresas têm medo de colocar mulheres que não pertençam já a outros CAs	43,5
As mulheres com qualificações não demonstram o seu interesse em serem membros do CA	39,2
As mulheres têm uma ‘agenda feminina’	35,3
Não existem suficientes mulheres qualificadas para servirem como membros do CA	25,2
Outros	24,1
As mulheres com qualificações não têm interesse em servir como membros do CA	3,6

Estes continuarão, certamente, a ser alguns dos motivos para a pouca presença feminina. No entanto, outros existirão e terão surgido ao longo destes 16 anos. A realidade é que, por todo o mundo, a percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração é significativamente inferior à dos homens. Por este motivo, tal como referido anteriormente, muitos países optaram pela introdução de quotas na sua legislação. Umas com sanções para os incumpridores, outras sem sanções mas com algumas vantagens a nível por exemplo de concursos públicos, outros ainda sem quaisquer sanções ou vantagens.

Relativamente aos estudos feitos sobre a temática das quotas, Adams *et al.* (2007) não encontraram nenhuma relação directa a favor ou contra a implementação de quotas, mas mostram que a reacção média do mercado à nomeação de administradoras é positiva. Dizem ainda que os accionistas valorizam a presença feminina na administração devido ao facto de estas serem melhores a fiscalizar e também por que podem atenuar os conflitos entre os *stakeholders*. Após a introdução de quotas na Noruega, em 2006, a rentabilidade das empresas diminuiu e o emprego aumentou depois de as mulheres terem sido colocadas nos conselhos de administração (Matsa e Miller, 2012). Os autores referem também que o resultado da introdução de quotas dependerá do contexto económico, social e cultural do país onde forem impostas, não podendo os resultados obtidos neste estudo serem extrapolados para outros países.

Mas será a diversidade de género apenas uma questão ética/moral de igualdade de oportunidades entre homens e mulheres ou existirão vantagens reais no desempenho, nomeadamente financeiro, das empresas para que as mulheres façam parte dos seus Conselhos de Administração?

Vários estudos sobre esta matéria têm vindo a ser produzidos ao longo dos últimos anos. A maioria deles em países e empresas anglo-saxónicas. As questões habitualmente mais abordadas, conjuntamente com a diversidade de género nos Conselhos de Administração, são o desempenho financeiro, a valorização da empresa, a evolução da cotação das acções (no caso de empresas cotadas em bolsas de valor) e a inovação.

Como se verá, os resultados dos diversos estudos efectuados (Francoeur *et al.*, 2008; Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Adams e Ferreira, 2009; Rodríguez-Domínguez *et al.*, 2012;) não são contudo consensuais, nomeadamente a nível do desempenho financeiro das organizações. Enquanto uns encontram uma relação positiva entre a presença de mulheres nos Conselhos de Administração e o desempenho das organizações, outros há que encontram uma relação negativa e outros ainda para os quais não é determinante a presença feminina nos Conselhos de Administração. Rodríguez-Domínguez *et al.* (2012) conduziram um estudo sobre as empresas cotadas na Madrid Stock Exchange e cujas informações sobre governo das sociedades estivessem disponíveis na base de dados da CNMV¹². Retiraram as empresas do sector financeiro e seguros, sendo a amostra final constituída por 117 empresas. Estes autores afirmam que em iguais condições de trabalho e formação académica, as mulheres têm um melhor desempenho em sectores tradicionalmente dominados por homens (energia e petróleo; fabricação, construção e materiais básicos; tecnologia e telecomunicações; imobiliário) e ainda que é aconselhável que a composição dos Conselhos de Administração seja equilibrada relativamente ao género ou então que haja ligeiramente mais mulheres para que as empresas consigam alcançar as maiores vantagens relativas à diversidade de género.

¹² *Comisión Nacional del Mercado de Valores*

Num estudo baseado no censos Catalyst de 2001 a 2003 de mulheres gestoras e no censos Catalyst de 2002 e 2004 de mulheres directoras na lista das maiores empresas canadianas do Financial Post 500 (FP500), Francoeur *et al.* (2008) concluem que as empresas que operam em ambientes complexos, com uma elevada proporção de mulheres, têm mensalmente um significativo e positivo retorno de 0,17% que pode ser extrapolado para 6% ao fim de 3 anos. No entanto, ter mulheres nos conselhos de administração e/ou nos cargos de gestão não parece, por si só, gerar retornos significativos. Nesse sentido, Campbell e Mínguez-Vera (2008) analisaram a presença de mulheres nos conselhos de administração e concluíram que, por si só, esse factor não afecta o valor da empresa. No entanto, estes autores verificaram que a diversidade no conselho de administração tem, efectivamente, um impacto positivo na valorização da empresa. Em sentido contrário, Adams e Ferreira (2009) encontram um efeito médio negativo entre a diversidade de género e o desempenho da organização. Dizem estes autores que apesar de ser frequentemente citada pela imprensa uma relação positiva entre a diversidade de género e o desempenho das empresas, esta é uma questão complexa não comprovada pelos seus métodos de análise. Também Dobbing e Jung (2011) dizem que o quadro geral parece ser que a diversidade de género não ajuda as organizações, antes pode prejudicá-las e que, quando todo o resto for tido em consideração, esta não influencia o desempenho.

Um dos problemas habitualmente atribuído aos grupos homogéneos é o facto de estes tenderem a resolver problemas de forma igual levando a que erros derivados do “pensamento de grupo” ocorram com maior frequência (Tharenou e Burgess, 2002). A diversidade de género vem assim colmatar de algum modo este problema. Mulheres e homens pensam de maneira diferente (Corey, 2005), podendo assim contribuir para uma

melhor resolução dos problemas. “Conselhos de Administração que acolhem a diversidade de género, como forma de melhorar a sua forma de resolver problemas complexos, podem ser capazes de melhorar o desempenho da empresa” (Fitzsimmons, 2012:564).

Num estudo da *McKinsey&Company* levado a cabo juntamente com o *Amazon Euro Fund* em que foram seleccionadas as 89 empresas europeias cotadas com a maior diversidade de género em funções de gestão de topo e com uma capitalização bolsista acima dos 150M€ concluiu-se que, em média, nessas empresas os resultados financeiros eram superiores às das suas congéneres do mesmo sector:

ROE (Return On Equity) - 11,4% vs 10,3%;

EBIT (Earnings Before Incomes and Taxes) - 11,1% vs 5,8%;

Stock Price (cotação) - aumento de 64% vs 47% no período 2005-2007.

Também o *Credit Suisse*, num estudo publicado em Agosto de 2012, que analisou 2360 empresas a nível global durante seis anos, conclui que, em média, é melhor investir em empresas com mulheres nos seus órgãos de gestão do que naquelas que não as têm. O estudo mostra, para além de outros indicadores, que o ROE (*Return On Equity*) cresceu, em média, 16% nas empresas que tinham pelo menos uma mulher nos seus Conselhos de Administração ao longo dos seis anos, contra apenas 12% nas empresas sem representação feminina.

Este estudo identificou ainda sete razões fundamentais através das quais se pode relacionar a diversidade de género com um forte desempenho empresarial. A presença de mulheres nos conselhos de administração é sinal de:

- Melhor empresa (sinal de maior enfoque no governo da sociedade e sinal de que a empresa já faz bem);
- Maior empenho do Conselho de Administração (sinal de que é mais provável a empresa estar mais alinhada com a maximização do lucro, uma vez que estudos sugerem que uma maior diversidade, incluindo a diversidade de género, pode levar a melhores desempenhos);
- Melhor conjugação de competências de liderança (existem 9 critérios que definem um bom líder. As mulheres aplicam cinco desses critérios mais frequentemente que os homens);
- Acesso a um leque mais vasto de talentos (qualquer empresa que consegue uma maior diversidade de género, consegue, estatisticamente, um maior número possível de talentos);
- Melhor reflexão sobre a tomada de decisão do consumidor (assumindo que as mulheres são, em média, mais responsáveis pelas decisões de gastos domésticos, um Conselho de Administração com representação feminina pode compreender melhor as preferências dos clientes);
- Melhor governo da sociedade (é comumente aceita pelas pesquisas académicas que um maior número de mulheres nos Conselho de Administração melhora o desempenho do governo das sociedades);
- Aversão ao risco (Conselho de Administração com número mais elevado de mulheres são propensos a terem níveis mais baixos de alavancagem).

Alguns destes resultados têm também eles sido alvo de estudos, alguns dos quais referenciados de seguida.

Vários autores (Erhardt *et al.*, 2003; Francoeur *et al.*, 2008; Gul *et al.*, 2011) corroboram que a existência de mulheres nos Conselhos de Administração contribui para uma melhoria do Governo das Sociedades. Erhardt *et al.*, (2003) afirmam que, pelo menos teoricamente, a diversidade pode estar associada a uma função de fiscalização mais eficaz nos Conselhos de Administração, o que acaba por se traduzir numa melhor resolução de casos de conflito, por permitir um espectro mais amplo de opiniões. As empresas com maior diversidade de género tendem a ser mais transparentes e a encorajar a incorporação de informação mais específica da organização que seja relevante para o preço da acção (Gul *et al.*, 2011).

Uma outra dimensão muito visada em literatura específica é a questão da aversão ao risco. Sabe-se que as mulheres tendem a ser investidores mais avessos ao risco do que os homens (Barber e Oden, 2001; Felton, 2003; Saraiva, 2011, Booth e Nolen, 2012) o que é visto como positivo por muitos accionistas e *stakeholders*.

Por outro lado, a inovação é igualmente um tema analisado por diversos autores em conjunto com a diversidade de género, de forma a avaliar se esta terá um contributo positivo ou negativo. A inovação nas empresas é também visto como um factor de sucesso. O estudo de Miller e Triana (2009) sugere que as empresas beneficiam de ter diversidade de capital humano e social de forma a suportar uma estratégia de inovação.

Os conselhos de administração heterogéneos são melhores que os homogéneos em termos de contribuição para a inovação empresarial. (Calabro *et al.*, 2011). Neste estudo, realizado com uma amostra de 317 empresas norueguesas durante o inverno de 2005/2006 e a primeira metade de 2006, os autores consideram que é necessário que existam pelo menos três mulheres no conselho de administração de modo a que estas

consigam influenciar os processos e tarefas de forma a causar um impacto positivo ao nível da inovação organizacional.

II. METODOLOGIA

Será apresentada de seguida uma análise empírica sobre a relação entre a presença de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho financeiro das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

II.1 OBJECTIVOS DO ESTUDO

Este trabalho tem como objectivo geral perceber se a presença de mulheres nos conselhos de administração influencia de alguma forma o desempenho das empresas cotadas. Mais especificamente, pretende-se aferir se existe uma relação entre o desempenho financeiro da empresa e a diversidade de género do seu conselho de administração.

II.2 HIPÓTESES

Em concordância com os objectivos do estudo, e com base na revisão de literatura que não permitiu concluir que haja uma relação biunívoca entre a diversidade de género e o desempenho financeiro das empresas, formulou-se a seguinte hipótese relativa à diversidade de género do conselho de administração *versus* desempenho financeiro da empresa:

H_0 – A diversidade de género no Conselho de Administração influencia o desempenho financeiro da empresa;

H_a – A diversidade de género no Conselho de Administração não influencia o desempenho financeiro da empresa.

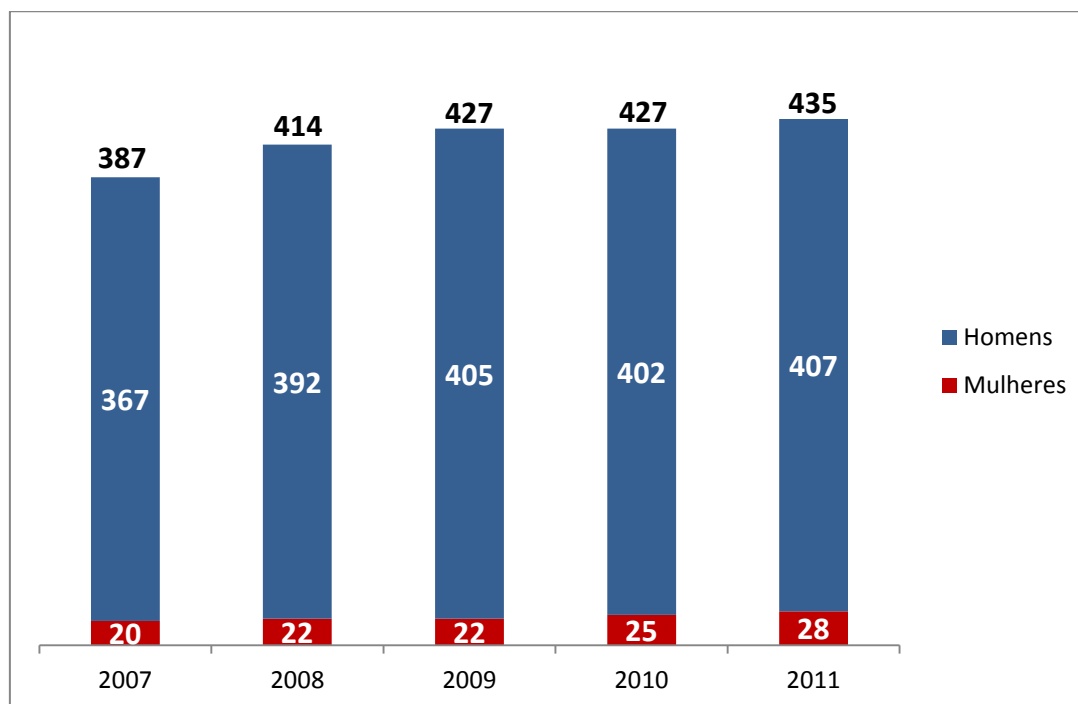
II.3 ESTUDO EMPÍRICO

II.3.1. Definição da Amostra

Este estudo tem por base, dados de 45 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Os dados foram recolhidos através dos Relatórios e Contas que incluem os Relatórios sobre o Governo das Sociedades disponibilizados nos sítios da internet das respectivas empresas e no sítio da internet da CMVM e também no sítio da internet da *Euronext Lisbon*, para recolha de dados sobre a capitalização bolsista das respectivas empresas. Os dados abrangem os anos de 2007 a 2011 (inclusive).

O número médio de membros do Conselho de Administração ao longo destes 5 anos foi de 9,15 enquanto o número médio de mulheres foi de 0,5. O Gráfico 3 mostra a evolução do número de mulheres ao longo do período estudado e compara esse número com o número de homens e com o número total de membros dos Conselhos de Administração.

Gráfico 3 – Total de membros dos Conselhos de Administração nas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*



Como é facilmente perceptível, a discrepância entre homens e mulheres é enorme, tendo-se no entanto verificado nos últimos anos um ligeiro aumento no número de mulheres com assento nos Conselhos de Administração.

Descrição das Variáveis

Para esta análise empírica, foram utilizadas variáveis relacionadas com o desempenho das empresas, como o ROA, ROE e q de Tobin e variáveis relacionadas com a diversidade de género do Conselho de Administração das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* no período de 2007 a 2011.

Embora se tenha recorrido neste estudo apenas a empresas cotadas no mercado de capitais, não foram consideradas variáveis de mercado por não constituírem a questão fundamental desta análise.

ROA (Return on Assets), também designado como Rendibilidade Líquida dos Activos é um indicador que mostra como a empresa é rentável relativamente aos seus activos totais. Dá uma ideia de como a gestão é eficiente no uso dos activos de forma a gerar lucro. É calculado da seguinte forma:

$$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Activo Total Médio}}$$

ROE (Return on Equity), trata-se de um indicador expresso em percentagem que traduz a capacidade que uma empresa tem de agregar valor a si própria utilizando os próprios recursos. É calculado da seguinte forma:

$$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio Médio}}$$

Q de Tobin, definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos seus activos. Em 1994 Chung e Pruitt (1994) definem um q de Tobin que é calculado da seguinte forma:

$$\frac{\text{Cap. Bolsista} + \text{Passivo Total}}{\text{Activo Total}}$$

O estudo da relação entre a diversidade do género no conselho de administração nas 45 empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e o seu desempenho financeiro (medido pela sua rendibilidade do activo / ROA, pela rendibilidade do capital próprio / ROE e pelo Q de Tobin) foi efectuado a partir de um modelo de regressão linear múltipla, utilizando dados de painel (45 empresas, estudadas entre 2007 e 2011) com as seguintes características:

$$Y_{ij} = \alpha + \sum \beta_j S_j + \sum \delta_k D_k + \xi_{ij}$$

onde:

- Y_{ij} – desempenho financeiro da empresa i no ano j
- β_j – estimativa para o parâmetro associado a cada um dos regressores:

- S_1 – % de mulheres no CA;
- S_2 – nº de mulheres no CA;
- δ_k – estimativa para os parâmetros associados a variáveis de controle:
 - D_1 – % membros do CA com formação em ciências empresariais (Gestão, Economia e Finanças);
 - D_2 – % membros do CA com formação em Engenharia;
 - D_3 – % membros do CA com formação pós graduada (pós graduação, mestrado ou doutoramento);
 - D_4 – indicador da dimensão da empresa (total do Activo / nº médio de colaboradores da empresa / capitalização bolsista);
- ξ_{ij} – valor residual.

As variáveis em estudo foram identificadas com base na revisão de literatura e os modelos estimados utilizaram o método dos efeitos aleatórios, com efeito temporal, tendo sido verificada a sua robustez através do teste de Hausmann.

As principais conclusões são as seguintes:

- a) nenhum dos modelos que utiliza indicadores contabilísticos como *proxy* para o desempenho financeiro das empresas (a rendabilidade do activo e a rendibilidade do capital próprio) apresenta significância estatística, pelo que se pode concluir que, para a amostra estudada, não há qualquer relação estatística entre as características do género no CA (nº de mulheres e seu peso relativo no *board*) e a *performance* financeira das empresas, medida pelo ROA e pelo ROE;
- b) quando se utiliza o Q de Tobin (anexo 2), existem apenas 4 modelos com uma significância global (ou seja, o modelo, globalmente, explica o desempenho financeiro), embora com valores muito reduzidos para o coeficiente de determinação ajustado (R_2 ajust). Nestes 4 modelos, apenas o regressor “nº médio de colaboradores” é estatisticamente significativa, ou seja, tem impacto na variável explicada. Estes 4 modelos com significância estatística são os seguintes (NMC = nº médio de colaboradores):
 - $Q_{tobin} = f(\% \text{ mulheres no board, NMC})$, $R_2 \text{ ajust}=0,028$ (modelo 3)

- $QTobin = f(\text{n}^\circ \text{mulheres no } board, NMC)$, $R_2 \text{ ajust} = 0,036$ (modelo 4)
- $QTobin = f(\text{n}^\circ \text{mulheres no } board, NMC, \% \text{ } board \text{ com formação em engenharia})$, $R_2 \text{ ajust} = 0,059$ (modelo 5)
- $QTobin = f(\text{n}^\circ \text{mulheres no } board, NMC, \% \text{ } board \text{ com formação em Ciencias Empresariais})$, $R_2 \text{ ajust} = 0,055$ (modelo 6)

Em síntese, no período em estudo (2007 a 2011) não se encontra robustez estatística que permita não rejeitar a H_0 , pelo que se conclui que a diversidade do género (medido pelo n° de mulheres e/ou a sua percentagem) não tem impacto no desempenho financeiro da empresa (medido pelo ROA, ROE ou Q de Tobin).

III. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA

III.1 CONCLUSÕES

Este trabalho pretendeu verificar se a diversidade de género nos Conselhos de Administração das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* teria influência nos resultados financeiros destas empresas durante o período de 2007 a 2011.

As conclusões apresentadas em seguida resultaram do método utilizado e das escolhas feitas no decurso da análise efectuada, sendo naturalmente dependentes da dimensão do universo de análise. Tratando-se de um reduzido nº de empresas, num contexto económico e cultural específico, a sua generalização (por exemplo para empresas não cotadas) não é recomendável.

Os principais resultados obtidos indicam que não existe relação estatística entre as variáveis. Isto é, a existência de mulheres nos Conselhos de Administração, na amostra considerada, não influencia de forma relevante os resultados financeiros das empresas. Estes resultados vão de encontro a alguns estudos já efectuados e referidos na Revisão da Literatura, sendo também esta a expectativa no momento em que se concluiu a fase de pesquisa e se determinou o número de mulheres com assento nos Conselhos de Administração. Uma tão reduzida diversidade de género dificilmente conduziria a resultados diferentes. Acreditava-se no entanto, que pelo menos na Mota-Engil, única empresa que apresentava, consistentemente, ao longo do período estudado 3 ou mais elementos femininos no Conselho de Administração, pudesse haver alguma divergência face ao resultado geral entretanto aferido, uma vez que é este o número de elementos considerado por Calabró *et al.* (2011) como número mínimo para que possa existir alguma influência dos mesmos sobre o Conselho de Administração.

Ao nível da revisão da literatura verifica-se que os resultados obtidos pelos diversos estudos não são consensuais. Concretamente a nível do desempenho financeiro das empresas e a sua relação com a diversidade de género, as opiniões divergem em todos os sentidos. Há autores que encontram uma relação positiva, isto é, a presença de mulheres melhora a *performance* financeira das empresas, autores que encontram uma relação negativa, isto é, a presença de mulheres nos Conselhos de Administração prejudica os resultados financeiros das empresas e ainda outros que não encontram qualquer relação. Os resultados alcançados nestes estudos estão, obviamente, dependentes, para além de outros factores, das amostras estudadas e dos métodos de análise e variáveis utilizados.

Contudo, a questão da diversidade de género é um tema actual que tem vindo a ganhar destaque, tanto a nível social como empresarial. É surpreendente que, após algumas décadas em que o número de mulheres que obtém habilitações académicas de nível superior é consistentemente maior que o número de homens, estas ainda não tenham conseguido uma presença com maior significado nos Conselhos de Administração das empresas. Vários factores poderão estar aqui envolvidos: uma questão cultural, as mulheres continuam a ser vistas como as principais cuidadoras do lar e da família; uma questão de capital, os homens serão os detentores da maioria do capital e logo ‘donos’ da maioria das empresas; uma questão de tempo, ainda não passou tempo suficiente desde que as mulheres começaram a obter as suas qualificações superiores para que possam ganhar, de forma mais expressiva, outro protagonismo no mundo empresarial, nomeadamente enquanto administradoras.

Por último, espera-se que este trabalho tenha de alguma forma contribuído para uma maior reflexão e discussão sobre o tema da diversidade de género nos Conselhos de Administração em Portugal. Não obstante os resultados obtidos, espera-se que o equilíbrio entre o número de homens e de mulheres eleitos como membros dos Conselhos de Administração venha a ser uma realidade num futuro próximo e que as quotas passem a ser apenas uma recordação do passado, pois as mulheres terão naturalmente assento nos Conselhos com base nas suas qualificações e competências e não com base unicamente numa disposição administrativa ou legal.

III.2 LIMITAÇÕES DO TRABALHO

Este trabalho e a análise nele efectuada, estiveram sujeitos a algumas limitações. Uma delas tem a ver com a dimensão da amostra, uma vez que o número de empresas utilizadas é significativamente menor do que em outros estudos feitos sobre o tema. No entanto, ela é representativa do universo que se pretendeu investigar, isto é, as empresas cotadas no PSI Geral da *Euronext Lisbon*.

Outras das limitações tem a ver com o número de mulheres presentes nos Conselhos de Administração, que, quando existiam, eram em número consideravelmente inferior ao número de homens, o que não permitiu chegar a nenhuma conclusão com relevância estatística. Apenas uma das empresas, a Mota-Engil, teve uma representação de mulheres no Conselho de Administração sempre superior a 20% em todos os anos estudados, sendo que no total das empresas esta representação varia, em média, entre os 5,17% em 2007 e os 6,44% em 2011.

Outro factor que também terá tido impacto no estudo, será o facto de este se ter realizado em pleno período de crise económica e financeira¹³, o que poderá ter enviesado os resultados.

VI.2 PROPOSTA PARA TRABALHOS FUTUROS

Dado este ser um tema muito abrangente, novos estudos poderão ser feitos que relacionem a diversidade de género com, por exemplo, o investimento das empresas em investigação e desenvolvimento, com a inovação ou com a aceitação de risco por parte das organizações. No campo do desempenho financeiro, outras variáveis de desempenho, como por exemplo o EBITDA, poderiam ser incluídas na análise.

Na sequência das limitações enunciadas, a realização de um estudo fora de um período de crise ou com um período temporal mais alargado, poderia conduzir a resultados diferentes.

Seria também interessante um estudo que analisasse a influência das mulheres no desempenho financeiro das empresas, não como membros dos Conselhos de Administração, mas sim como colaboradores das empresas.

Outra possibilidade, seria um estudo posterior a 2020, data que a Comissão Europeia definiu na sua recomendação para as empresas atingirem uma representação de 40% de mulheres nos Conselhos de Administração, e perceber que percentagem de empresas terá atingido essa meta e que influência esta terá no desempenho financeiro das empresas do PSI Geral da *Euronext Lisbon* ou outro equivalente.

¹³ Segundo Francis, Hasan e Wu (2012) a actual crise financeira, que é geralmente considerada como a mais grave crise desde a Grande Depressão, representa um choque exógeno para a maioria das empresas. Estes autores referem ainda que durante o período de crise, factores como a frequência das reuniões de administração, o comportamento dos administradores e a idade destes, influenciam o desempenho das empresas.

Uma comparação entre países que apresentem diferentes valores para as 5 dimensões culturais definidas por Hofstede¹⁴ (PDI – Distância ao Poder; IDV – Individualismo; MAS – Masculinidade; UAI – Evitação da Incerteza e LTO – Orientação para o Longo Prazo) e com enquadramentos legais também diferentes, seria outra hipótese.

¹⁴ <http://geert-hofstede.com/countries.html>

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adams, R. B. e Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62 (1), 217-250.

Adams, R. B. e Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2), 291-309.

Adams, Renee B., Gray, Stephen and Nowland, John, Does Gender Matter in the Boardroom? Evidence from the Market Reaction to Mandatory New Director Announcements (November 2, 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1953152> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1953152>;

Adams, R., Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (2008). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48 (1), 58-107.

Agrawal, A. e Knoeber C.R. (1996). Performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 (3), 377-397.

Al-Najjar, B. e Chen, C. H. (2012). The determinants of board size and Independence: Evidence from China. *International Business Review*, 21(5), 831-846.

Arosa, B., Iturralde, T., Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1, 236-245.

Bathala, C. T. e Rao, R. P. (1995). The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16 (1), 59-69.

Barber, B. M. e Oden, T. (2001). Boys will be boys: Gender overconfidence and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261-292.

Bebchuck, L. A. e Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78 (2), 409-433.

Bennedsen, M., Kangsted, H. C., Nielsen, K. M. (2008). The casual effect of board size in the performance of small and medium-size firms. *Journal of Banking & Finance*, 32 (6), 1098-1109.

Bhagat, S. e Black, B. S. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27 (2), 231-273.

Booth, A. L. e Nolen, P. (2012). Gender Differences in Risk Behavior: Does Nurture Matter?. *The Economic Journal*, 122 (558), 56-78.

Boone, A. L., Casares Field, L., Karpoff, J. M., Raheja, C. G. (2007), The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis, *The Journal of Financial Economics*, 85 (1), 66-101.

Burgess, Z., Tharenou, P., (2002). Women Board Directors: Characteristics of the Few. *Journal of Business Ethics*, 37 (1), 39-49.

Burke, R., (1997). Women on Corporate Boards of Directors: A Needed Resource. *Journal of Business Ethics*, 16 (9), 909-915.

Torchia M., Calabró, A., e Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102 (2), 299-317.

Campbell, K., Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83 (3), 435-451.

Catalyst Census 2012– *Fortune 500* Women Board Directors

Catalyst 2012 – Increasing Gender Diversity on Boards: Current Index of Formal Approaches

Carter, D.A., Simkins B.J., Simpson, W.G. (2003), Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value, *The Financial Review*, 38 (1), 33-53.

Cheng, S. (2008). Board size and variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87 (1), 157-176.

Chung, K. H. e Pruitt, S. W., (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23 (3), 70-74.

Código das Sociedades Comerciais in

(<http://www.fd.ul.pt/LinkClick.aspx?fileticket=HU1hLaBF4zU%3D&tabid=515>)

Coles, J. W., Hesterley, W. S. (2000). Independence of the chairman and board composition: firm choices and shareholder value. *Journal of Management*, 26 (2), 195-214.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2011), Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal

Comité Económico e Social – SOC/475 – Equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração das empresas- Parecer do CESE sobre a Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à melhoria do equilíbrio entre homens e mulheres no cargo de administrador não-executivo das empresas cotadas em bolsa e a outras medidas conexas, COM(2012) 614 final – 2012/0299 (COD).

Conyon, M. J. e Peck, S. I. (1998). Board Control, Remuneration Committees and Top Management Compensation. *Academy of Management Journal*, 41 (2), 146-157.

Corey, B. (2005). Men and Women Really Do Think Differently. *Live Science*

Credit Suisse Research Institute – Gender Diversity and Corporate Performance, Aug 2012

Dobbin F, Jung J. (2011). Corporate Board Gender Diversity and Stock Performance: The Competence Gap or Institutional Investor Bias? *North Carolina Law Review*, 89(3), 809-838.

Eisenhardt, K. M. (1988), Agency-and Institutional- Theory Explanations: the case of retail sales compensation, *Academy of Management Journal*, 31 (3), 488-511.

Eisenhardt, K. M., (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review* 14 (1), 57-74.

Erhardt, N. L., Werbel, J. D. and Shrader, C. B.,(2003), Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (2), 102-111.

Elsayed, K. (2011), Board size and corporate performance: the missing role of board leadership structure. *Journal of Management & Governance*, 15 (3), 415-446.

Fama, E.H. (1984), Agency problems and the Theory of the Firm, *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

Felton, J., Gibson, B., Sanbonmatsu, D. M., (2003). Preference for Risk in Investing as a Function of Trait Optimism and Gender. *Journal of Behavioral Finance*, 4 (1), 33-40.

Finegold, D., Benson, G. S. e Hecht, D. (2007), Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms, *Corporate Governance*, 15 (5), 865-878.

Fitzsimmons, S., (2012), Women on boards of directors: Why skirts in seats aren't enough, *Business Horizons*, 55 (6), 557-566.

Florackis, C. e Ozkan (2009), Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom, *Accounting & Finance* 49 (3), 531-553.

Francis, B., Hasan, I., Wu, Q. (2012), Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis. *Bank of Finland Research Discussion Papers*.

Francoeur, C., Labelle, R. and Sinclair-Desgagné, B. (2008), Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management: *Journal of Business Ethics*, 81 (1), 83-95.

Guest, P. M. (2009), The impact of board size on firm performance: evidence from the UK, *The European Journal of Finance*, 15 (4), 385-404.

Gul, A. F., Srinidhi, B., Ng, A. C. (2011), Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?, *Journal of Accounting and Economics* 51 (3), 314-338.

Heracleous, L. e Lan, L. L. (2010), Rethinking Agency Theory: The view from Law, *Academy of Management Review*, 35 (2), 294-314.

Hermalin, B. E. e Weisbach M. S. (1991), The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, 20 (4), 101-112.

Holmstrom, B. (2005), Pay without performance and the managerial power hypothesis: a comment, *The Journal of Corporation Law*, 30 (4), 703-713.

Hausmann, R., Tyson, L. D., Zahidi, S. (2012), The Global Gender Report 2012, *World Economic Forum*.

Johnson, S. G., Schnatterly, K. e Hill, A. D. (2012), Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics, *Journal of Management*, 39 (1), 232-262.

Klein, A. (1998), Firm performance and board committee structure, *Journal of Law and Economics*, 41 (1), 275-303.

Luan, C. L. e Tang, M. J. (2007), Where is Independent Director Efficacy?, *Corporate Governance*, 15 (4), 636-643.

Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T. and Oogarah-Hanuman, V. (2012), Board composition and financial performance: uncovering the effects of diversity in an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 105, (3), 375-388.

Matsa, David A. e Miller, Amalia R., A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas (December 13, 2012). *American Economic Journal: Applied Economics*, Forthcoming. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1636047> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1636047>.

McKinsey&Company (2007), *Women Matter: Gender Diversity, a corporate performance driver.*

Miller, T. e Triana, M. (2009), Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the board Diversity-Firm Performance Relationship, *Journal of Management Studies*, 46 (5), 755-786.

Nguyen, B. D. e Nielsen, K. M. (2010), The value of independent directors: Evidence from sudden deaths, *Journal of Financial Economics*, 98 (3), 550-567.

Nnadi, M., Pasiouras, F., Tanna, S. (2011), The effect of board size and composition on the efficiency of UK Banks, *International Journal of Economics of Business*, 18 (3), 441-462.

Nyberg, A. J., Fulmer, I. S., Gerhart, B., Carpenter, M. A. (2010), Agency Theory Revisited: CEO Returns and Shareholder Interest Alignment, *Academy of Management Journal*, 53 (5), 1029-1049.

Organisation for Economic Co-operation and Development (2004). *Oecd Principles Of Corporate Governance. Oecd Publications Service. France.*

Pinnell, B. (1986), The role of the board in corporate planning, *Long Range Planning*, 19 (5), 27-32

Rhoades, D. L., Rechner, P. L. e Sundaramurthy, C. (2001), A Meta-analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: are “two heads better than one”?, *Corporate Governance*, 9 (4), 311-319.

Robinson, G. e Dechant, K. (1997), Building a business case for diversity, *Academy of Management Executive*, 11 (3), 21-31.

Rodríguez-Domínguez, L., García-Sánchez, I., Gallego-Álvarez, I. (2012), Explanatory factors of the relationship between gender diversity and corporate performance, *European Journal of Law and Economics*, 33(3), 603-620.

Saraiva, T. (2011), Perfil de Risco do Investidor: Diferenças entre Homens e Mulheres, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 40, 54-71.

Sciliano, J. (1996), The relationship of board member diversity to organizational performance, *Journal of Business Ethics*, 15 (12), 1313-1320.

Shan, Y. G. e McIver R. P. (2011), Corporate Governance and mechanisms and financial performance in China: panel data evidence on listed non-financial companies, *Asia Pacific Business Review*, 17 (3), 301-324.

Sheridan, A. (2001), A view from the top: women on the boards of public companies. *Corporate Governance*, 1 (1), 8-15.

Topak, M. S., (2011), The Effect of Board Size on Firm Performance: Evidence from Turkey, *Middle Eastern Finance and Economics*, 14, 119-127.

Upadhyay, A. e Sriram, R. (2011), Board size, corporate information environment and cost of capital, *Journal of Business Finance & Accounting*, 38 (9-10), 1238-1261.

Vafeas, N. (1999), Board meeting frequency and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 53 (1), 113-142.

Vaquinhas, I. (2002), Linhas de investigação para a história das mulheres nos séculos XIX e XX. Breve Esboço, *Revista da Faculdade de Letras*, 3, 201-221.

Wagner, A. F. (2010), Board Independence and Competence, *Journal of Financial Intermediation*, 20 (2011), 71-93.

Weitzner, D. e Peridis, T. (2011), Corporate governance as part of the strategic process: Rethinking the role of the board, *Journal of Business Ethics*, 102 (1), 33-42.

Sítios da Internet

<http://www.cmvm.pt>

<https://connect.nyx.com/>

<http://www.pordata.pt/>

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_pt.htm

ANEXOS

ANEXO I - LISTA DAS 45 EMPRESAS ANALISADAS

ALTRI	TEIXEIRA DUARTE
BCP	TOYOTA CAETANO
BES	VAA VISTA ALEGRE
BPI	ZON MULTIMEDIA
BANIF	
BENFICA	
BRISA	
CIMPOR	
COFINA	
COMPTA	
CRT. AMORIM	
EDP	
ESTORIL SOL	
F. RAMADA	
F.C.PORTO	
GALP	
GLINTT	
IBERSOL	
IMOB. C GRÃO PARÁ	
IMPRESA	
INAPA	
J. MARTINS	
LISGRÁFICA	
MARTIFER	
MEDIA CAPITAL	
MOTA ENGIL	
NOVABASE	
OREY	
P. TELECOM	
PORTUCEL	
REDITUS	
REN	
S. COSTA	
SAG GEST	
SEMAPA	
SONAE	
SONAE CAPITAL	
SONAE INDUSTRIA	
SONAE COM	
SPORTING	
SUMOL COMPAL	

ANEXO II - RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DO MODELO (V. EXPLICADA: Q DE TOBIN)

	Q Tobin	
	parametro	p-value
Modelo 1		
% mulheres no board	-0,4439	0,1899
estatística F	2,0393	0,1547
R2 ajustado	0,009	
Modelo 2		
nº mulheres no board	-0,114	0,0817
estatística F	3,708	0,1554
R2 ajustado	0,0165	
Modelo 3		
% mulheres no board	-0,037	0,2881
NMC (nº médio colab.)	5,67E-06	0,0472
estatística F	3,0885	0,0476
R2 ajustado	0,028	
Modelo 4		
nº mulheres no board	-0,0178	0,1084
NMC (nº médio colab.)	5,82E-06	0,04152
estatística F	3,9045	0,021616
R2 ajustado	0,036	
Modelo 5		
nº mulheres no board	-0,0045	0,3433
NMC (nº médio colab.)	6,49E-06	0,0232
% formação Engenharia	6,78E-06	0,2564
estatística F	2,0086	0,0954
R2 ajustado	0,059	
Modelo 6		
nº mulheres no board	-1,25E-02	0,1324
NMC (nº médio colab.)	7,52E-06	0,0421
% formação Cemp	-3,04E-01	0,1885
estatística F	2,5347	0,0421
R2 ajustado	0,055	